

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LISTOPAD

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2017

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Spojené království	6
II.5 Japonsko	6
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	7
III.1 Čína	7
III.2 Indie	7
III.3 Rusko	8
III.4 Brazílie	8
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV.1 Vyspělé země	9
IV.2 Země skupiny BRIC	10
V. Vývoj na komoditních trzích	11
V.1 Ropa a zemní plyn	11
V.2 Ostatní komodity	12
VI. Zaostřeno na...	13
Ekonomické oživení a vývoj na trhu práce v USA	13
A. Přílohy	18
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017	18
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017	18
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	19
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	20
A5. Seznam zkratk použitých v GEVU	21

Datum uzávěrky dat

10. listopadu 2017

Sběr dat CF

6. listopadu 2017

Datum publikace GEVU

17. listopadu 2017

Poznámky ke grafům

Předpovědi Fed a ECB: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVU. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová předpověď není dostupná. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z EIU.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Datastreamu.

Předpovědi sazeb EURIBOR a LIBOR jsou vytvořeny na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpovědi výnosů německého a amerického vládního dluhopisu (Bund 10R a Treasury 10R) jsou převzaty z CF.

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Pavla Břízová	Tomáš Adam	Filip Novotný	Soňa Benecká
Garant I. Shrnutí	Editorka II.4 Spojené království	II.1 Eurozóna	II.2 Německo	II.3 Spojené státy III.1 Čína VI. Zaostřeno na...
II.5 Japonsko III.2 Indie	III.3 Rusko III.4 Brazílie	Jan Hošek	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity	

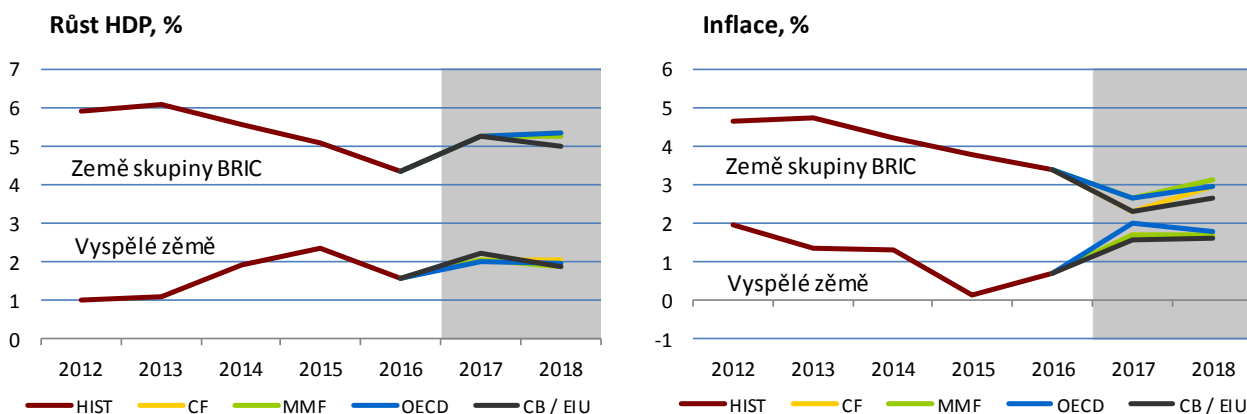
Listopadové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle věnujeme zvýšenou pozornost ekonomickému oživení ve Spojených státech, jehož délka se již přibližuje rekordním hodnotám z minulosti, a to především v souvislosti s vývojem na tamním trhu práce. Upozorňujeme, že ve srovnání s historicky nejdelšími obdobími expanze se současné oživení vyznačuje nižším růstem HDP i zaměstnanosti a omezenou dynamikou nominálních mezd. Docházíme k závěru, že pokud by nízký růst mezd v USA odrážel spíše strukturální změny (skrze zvýšenou flexibilitu na trhu práce), pak by mohl stabilní růst HDP, mezd i cen pokračovat i v následujících dvou letech.

S blížícím se koncem roku se výhledy hospodářského vývoje pro rok 2017 v námi sledovaných vyspělých ekonomikách již de facto nemění. Pro rok 2018 nově přicházející informace potvrzují trend zrychlování očekávaného ekonomického růstu jak v eurozóně (i její nejsilnější ekonomice – Německu), tak ve Spojených státech a Japonsku. Výjimku v tomto ohledu představuje ekonomika Spojeného království, kde dynamika HDP setrvává i v roce 2018 na relativně nízkých hodnotách kolem 1,5 %, a to při vyšší než žádoucí inflaci. Vrátime-li se k situaci v eurozóně, tak zde se stále vznáší pomyslný otazník nad neschopností dosažení optimální, tj. 2% míry inflace. Tato situace žel platí pro drtivou většinu národních ekonomik vyjma Pobaltí. Ekonomika Spojených států si udržuje výhled inflace lehce nad pomyslným 2% ideálem, a to při robustním hospodářském růstu směřujícím v ročním horizontu stále k 2,5% hodnotě. V příštím roce zřejmě dojde ke střídání „strážní“ ve vedení amerického Fedu. Tato změna by nicméně neměla přinést odklon od avizovaného pozvolného zvyšování úrokových sazeb. Naproti tomu ekonomika Japonska by měla příští rok mírně snížit tempo své výkonnosti, které zůstane mírně pod 1,5% úrovní. K ostrážitosti tamních centrálních bankéřů vede i skutečnost, že dynamika cen stále viditelně zaostává za dosažením alespoň 1% tempa růstu.

Listopadové výhledy nepřinesly změnu růstových vyhlídek pro čínskou, indickou ani ruskou ekonomiku. Stále tedy platí, že v Indii je příští rok očekáván růst nad 7% hranicí. V případě Číny je očekáván rovněž solidní růst, zdola atakující 6,5% úroveň, všeobecně vnímaná rizika spojovaná s vývojem tamní ekonomiky nicméně přetrvávají. Hospodářský růst ruské ekonomiky se přibližuje na dohled 2 %. Zvýšení očekávaného růstu (optikou výhledů analytiků) zaznamenala ze skupiny zemí BRIC jen brazilská ekonomika. V příštím roce dynamika tamního HDP po delší době zrychlí až do blízkosti solidní 2,5% úrovně. Jako pozitivní lze vnímat i přehodnocení výhledů brazilské inflace pro rok 2018, která by již neměla přesáhnout 4% úroveň. Vyšší dynamiku, avšak stále pod hranicí 5 %, by měl mít růst cen v Indii, což však lze tolerovat vzhledem k dosahovanému vysokému ekonomickému růstu. V Rusku porostou ceny zhruba 4% tempem. Výčet lze uzavřít pohledem na výhledy vývoje cen v Číně, které se pohybují kolem 2% úrovně.

Výhledy krátkodobých úrokových sazeb v eurozóně se mírně snížily, což odráží oznámené pokračování programu nákupů aktiv nejméně do září příštího roku, přičemž měsíční objem nákupů bude od ledna snížen z 60 na 30 mld. EUR. Toto rozhodnutí mělo vliv i na snížení dlouhodobých úrokových sazeb a oslabení eura oproti dolaru. V případě Spojených států lze očekávat zvýšení úrokových sazeb na nadcházejícím prosincovém jednání Fedu. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu oslabit vůči euru a v menším rozsahu i vůči jenu, rublu a libře. Na páru s rupií, realem a renminbi by měl naopak mírně posílit. Výhled průměrné ceny ropy Brent pro rok 2018 se zvýšil na cca 62 dolarů za barel a je mírně klesající. Ceny neenergetických surovin by se měly v následujících 12 měsících naopak mírně zvyšovat, zejména vlivem očekávaného růstu cen některých potravinářských komodit (pšenice, kukuřice, káva a veprůvé maso).

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

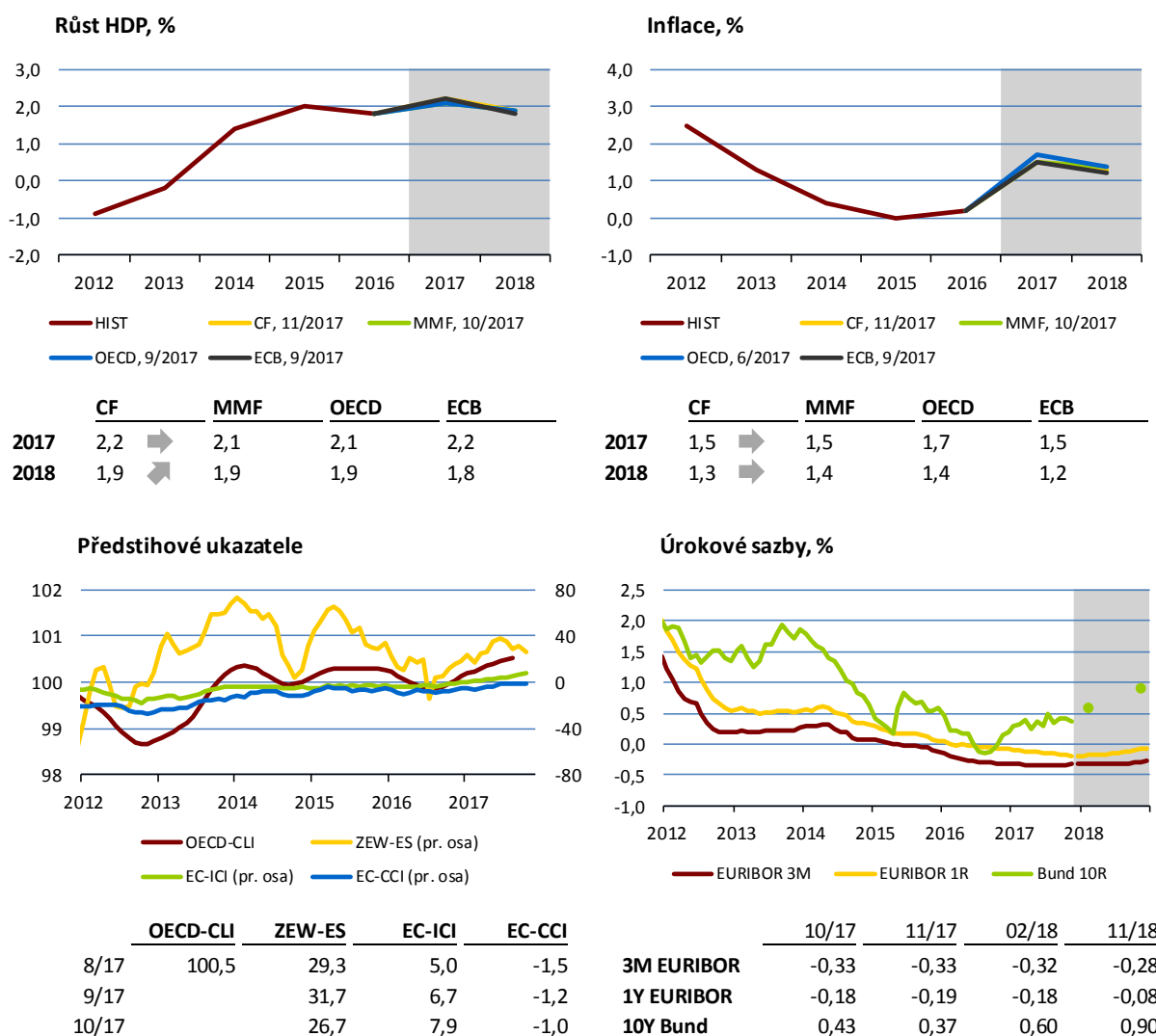


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2011–2015 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

II.1 Eurozóna

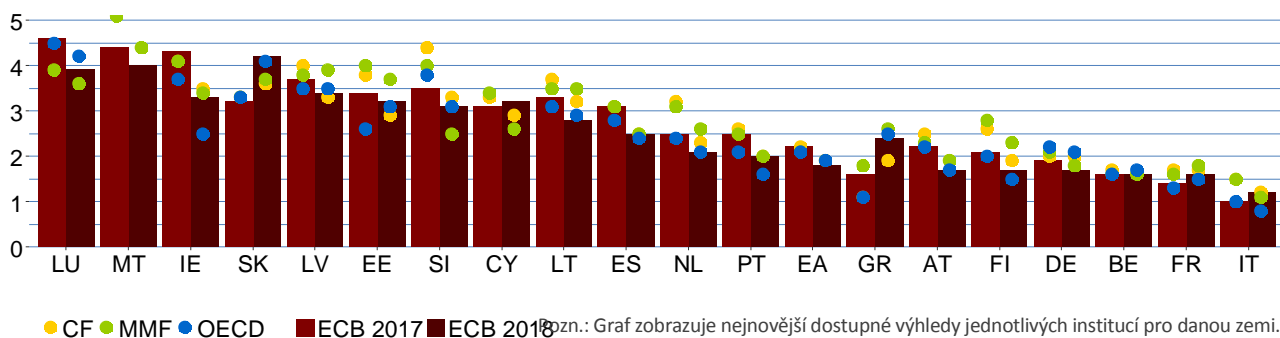
Solidní oživení v eurozóně pokračuje i ve druhé polovině letošního roku. HDP ve třetím čtvrtletí vzrostl dle prvního odhadu Eurostatu v mezičtvrtletním vyjádření o 0,6 %, tedy podobným tempem jako v předchozích třech kvartálech. Oživení je přitom patrné ve všech sektorech ekonomiky. Spotřeba je podpořena vývojem na trhu práce, kde nezaměstnanost v září poklesla pod 9 %, přičemž v některých zemích se objevují známky nedostatku pracovních sil. Na spotřebu domácností působí také uvolněné měnové podmínky a důvěra v ekonomice, která se dle ukazatele EK pohybuje na desetiletých maximech. Na straně výroby signalizuje říjnový PMI ve zpracovatelském průmyslu (58,5) podobné tempo růstu jako v předchozím čtvrtletí. Na růst vývozu zase působí oživení globální ekonomiky a světového obchodu. Za celý letošní rok očekává listopadový CF růst o 2,2 %, který by příští rok měl zpomalit na 1,9 %. Nově publikovaná podzimní prognóza EK očekává o 0,1 p. b. nižší hodnoty růstu.

Svižnější tempo oživení v eurozóně ani nadále negeneruje výraznější inflační tlaky. Celková HICP inflace v říjnu mírně poklesla na 1,4 % a jádrová inflace se snížila o 0,2 p. b. na 0,9 % kvůli nižšímu růstu cen služeb. Na konci roku lze očekávat další pokles celkové inflace v důsledku odeznění efektu základny cen energií, který ale bude tlumen cenami ropy, jež oproti začátku října poměrně výrazně vzrostly. Letošní průměrná inflace se tak očekává na úrovni 1,5 % a v příštím roce výhledy předpokládají její pokles asi na 1,3 %. ECB na svém říjnovém zasedání prodloužila program nákupů aktiv nejméně do září příštího roku, přičemž měsíční objem nákupů bude od ledna snížen z 60 na 30 mld. EUR. Rada guvernérů zároveň zopakovala svůj závazek ponechat sazby na stávající úrovni alespoň po dobu trvání programu nákupů. Výnosy dlouhodobých dluhopisů na rozhodnutí reagovaly poklesem a euro oslabilo na nejnižší hodnotu od července. Výhled sazeb peněžního trhu se posunul mírně směrem dolů, přičemž hodnoty sazby 3M EURIBOR jsou očekávány na základě tržních kontraktů záporné až do začátku roku 2019.

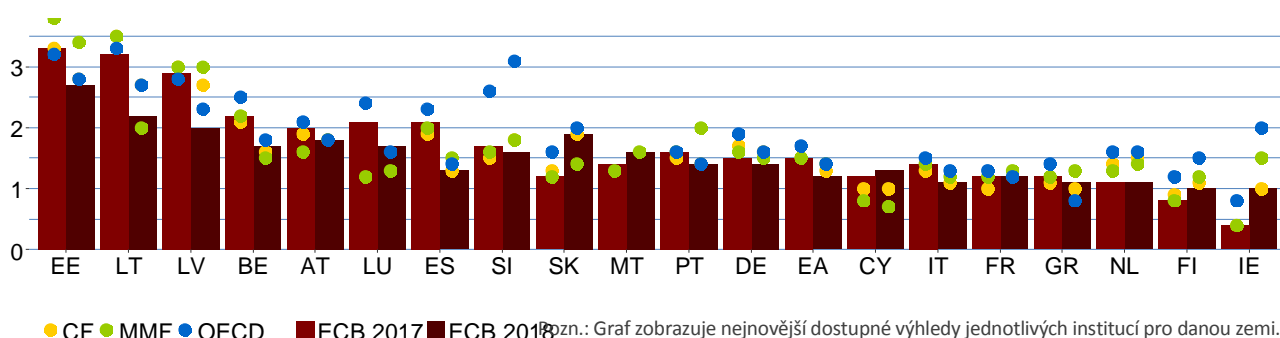


II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

Výhledy růstu HDP v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



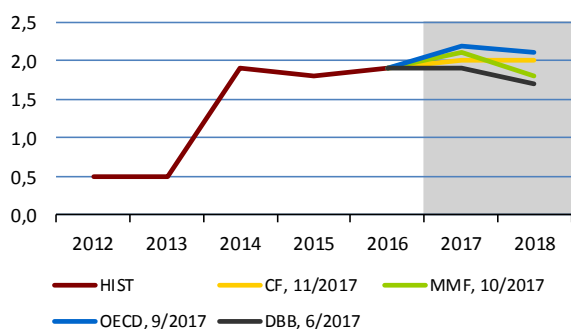
Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



II.2 Německo

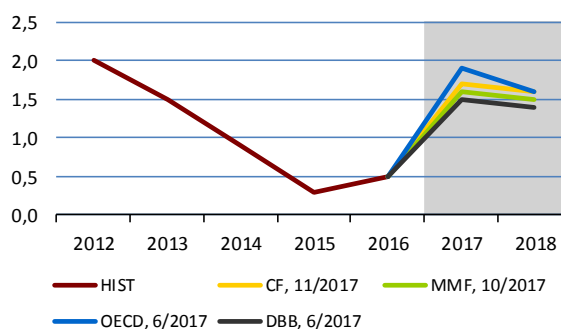
CF v listopadu zvýšil výhled růstu německého HDP pro příští rok. Pozorovaný silný ekonomický růst v letošním druhém čtvrtletí je tak vnímán jako indikátor dlouhodobějšího charakteru růstu. Významnou roli hrají spotřeba domácností a investice. Pro pokračování současného růstu hovoří také zrychlení průmyslové produkce ve třetím čtvrtletí. Předstihový ukazatel [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu se v říjnu udržel na vysoké úrovni, což indikuje pokračování růstu v tomto odvětví. Také úroveň předstihových indikátorů ZEW a IFO se v říjnu dále zvýšila. Děje se tak i přes meziročně silnější kurz [eura](#), který má však na německou ekonomiku vlivem vysoké konkurenceschopnosti jejích produktů relativně menší dopad. Nadále jsou pozorovány jen mírné inflační tlaky a tomu odpovídající nízká inflační očekávání do budoucna. Naproti tomu růst cen průmyslových výrobců v září zesílil.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	DBB
2017	2,0 →	2,1	2,2	1,9
2018	2,0 →	1,8	2,1	1,7

Inflace, %



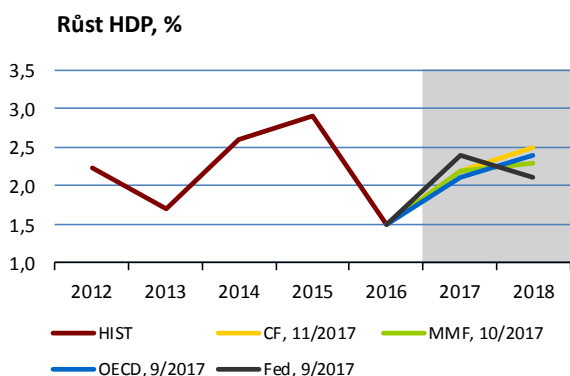
	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,7 →	1,6	1,9	1,5
2018	1,6 →	1,5	1,6	1,4

II.3 Spojené státy

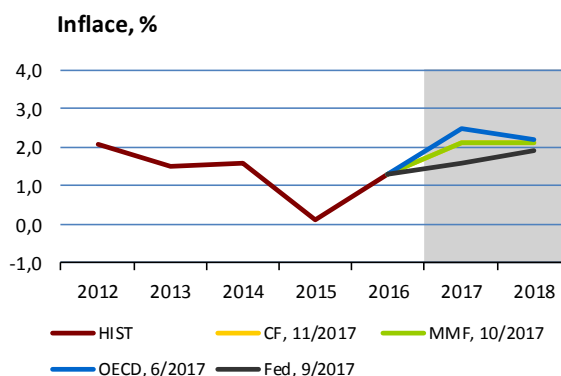
Americká ekonomika ve třetím čtvrtletí oproti očekávání nezpomalila a podle prvního odhadu růst HDP dosáhl 3,0 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Negativní vliv hurikánů na spotřebu a investice byl vyvážen kromě nižšího schodku v zahraničním obchodě zejména vyššími zásobami a výdaji firem na zařízení. Více než 3% růst by si podle předpovědí atlantského Fedu ekonomika měla udržet také v závěru roku.

Řada předstihových indikátorů naznačuje pokračující expanzi v průmyslovém sektoru. Markit **PMI** dosáhl v říjnu nejvyšší hodnoty od ledna 2017, zejména díky silnější produkci a novým objednávkám. Také spotřebitelský sentiment v rámci šetření Univerzity v Michiganu doznal v říjnu dalšího zlepšení v obou složkách (očekávání i současné podmínky). Hodnocení finanční situace domácností pak dosáhlo rekordní hodnoty, zejména díky vyšším příjmům a efektu bohatství (růst cen nemovitostí a akcií). Domácnosti očekávají pokračování pomalého nárůstu mezd, což je při nízké inflaci a nezaměstnanosti pro ně akceptovatelné (více viz Zaostřeno na...). Podmínky na trhu práce se dále zlepšily, když nezaměstnanost klesla na nejnižší hodnotu od prosince 2000 (4,1 %). V nezemědělském sektoru nově přibýlo během října 261 tis. pracovních míst, což je nejvyšší hodnota od července 2016. Nárůst míst byl patrný zejména v odvětví pohostinství a zábavy. Zklamáním však byla meziroční změna průměrné hodinové mzdy (2,4 %). Jednotkové náklady práce ve třetím čtvrtletí meziročně poklesly, i když růst celkové produktivity zrychlil.

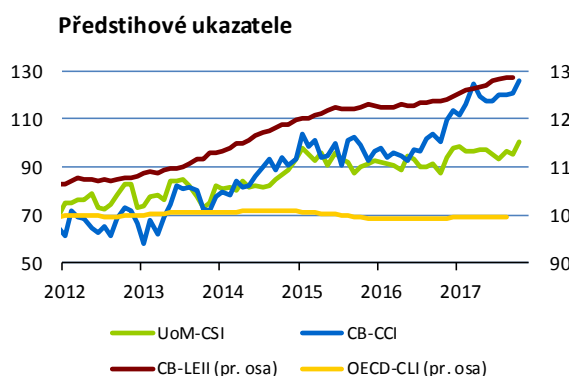
Na začátku února vyprší čtyřletý mandát předsedkyně Rady guvernérů Janet Yellenové. Prezident Trump v listopadu nominoval na místo jejího nástupce v čele centrální banky Jerome Powella. Nominaci musí ještě potvrdit Senát. Navržená změna na klíčovém postu by neměla přinést obrat v měnové politice. Powell, stejně jako Yellenová, totiž podporuje pozvolné zvyšování úrokových sazeb. Na rozdíl od stávající předsedkyně ale preferuje více uvolněnou regulaci bank a finančních institucí. Na listopadovém zasedání Rady k úpravě nastavení měnové politiky nedošlo, ale doprovodné prohlášení naznačilo další zvýšení sazeb již v prosinci. Nový CF zvýšil výhled inflace v obou letech a růstu HDP v roce 2018.



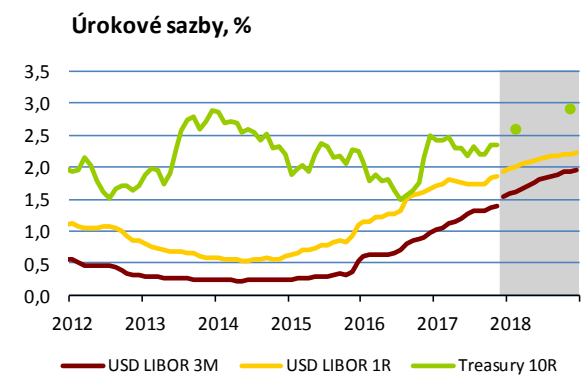
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,2 →	2,2	2,1	2,4
2018	2,5 ↗	2,3	2,4	2,1



	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,1 ↘	2,1	2,5	1,6
2018	2,1 ↗	2,1	2,2	1,9



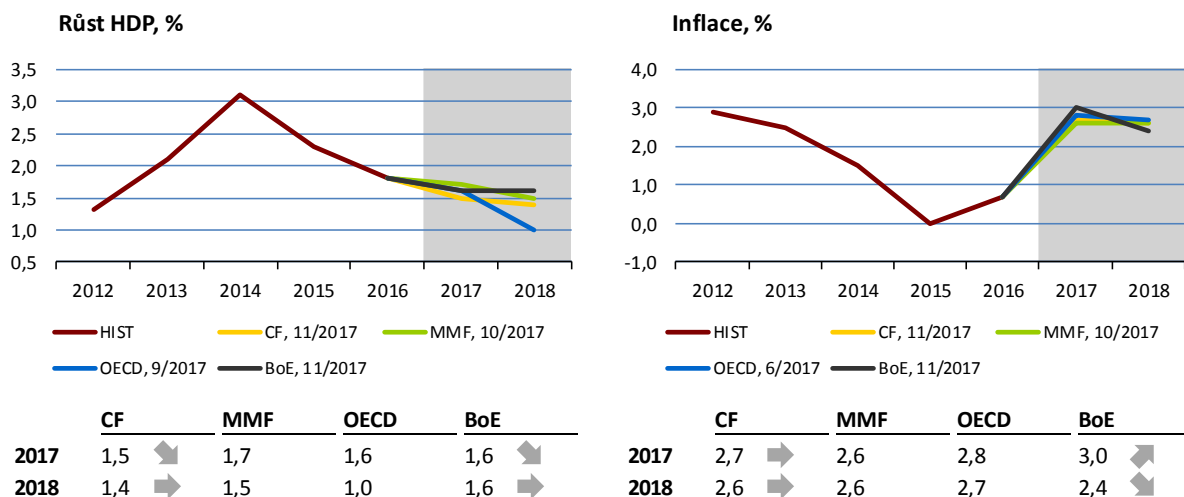
	UoM-CSI	CB-CCI	CB-LEII	OECD-CLI
8/17	96,8	120,4	128,8	99,7
9/17	95,1	120,6	128,6	
10/17	100,7	125,9		



	10/17	11/17	02/18	11/18
USD LIBOR 3M	1,36	1,39	1,62	1,94
USD LIBOR 1R	1,82	1,82	2,01	2,21
Treasury 10R	2,36	2,35	2,60	2,90

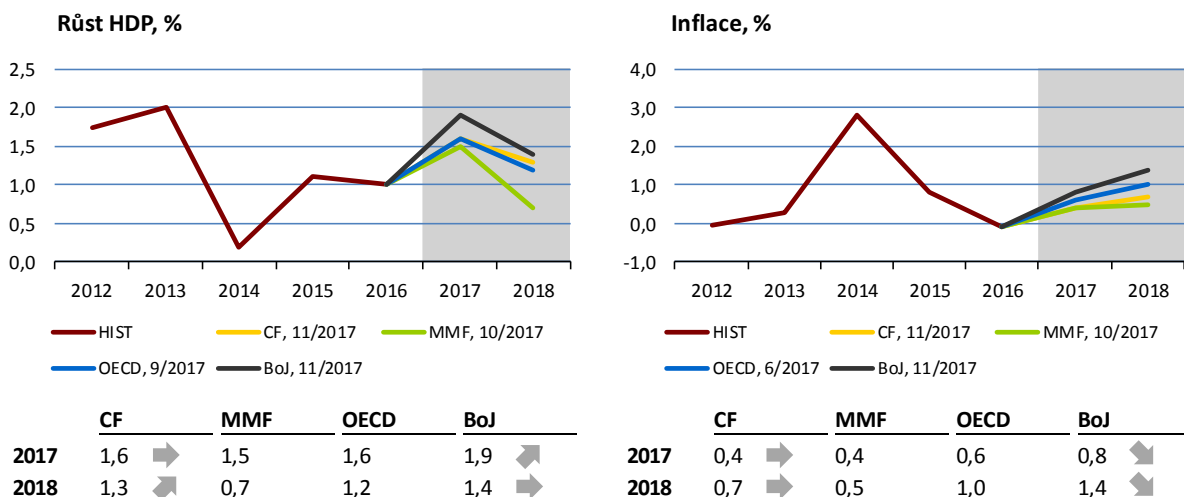
II.4 Spojené království

Inflace v září vystoupala na 3 %, a je tak aktuálně již značně vzdálena 2% cíli BoE. Jádrová inflace zůstala na hodnotě 2,7 % a je nejvyšší za posledních pět let. Hospodářský růst si podle předběžného odhadu udržel ve třetím čtvrtletí stejnou meziroční dynamiku jako ve čtvrtletí druhém (1,5 %). V mezičtvrtletním vyjádření lehce zrychlil (na 0,4 %). BoE tak podle očekávání přistoupila na počátku listopadu ke zvýšení hlavní úrokové sazby. Jedná se přitom o první zvýšení od roku 2007. Vzhledem ke křehkosti současného růstu britské ekonomiky se však nepředpokládá, že by BoE měla ve zpříšňování měnové politiky v blízké budoucnosti pokračovat. Hodnoty indexů **PMI** se sice v říjnu zvýšily (služby i průmysl kolem 56 bodů), což dává naději na pozitivní výhled ekonomické aktivity, ovšem spotřebitelská důvěra i index optimismu v podnikatelském sektoru jsou naopak nižší. BoE ve své nové prognóze předpokládá, že britská ekonomika poroste letos i v příštím roce tempem jen 1,6 %. Respondenti CF očekávají ještě o něco utlumenější růst.



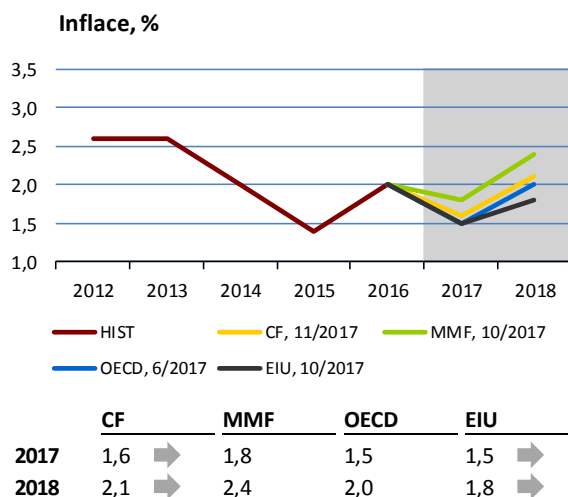
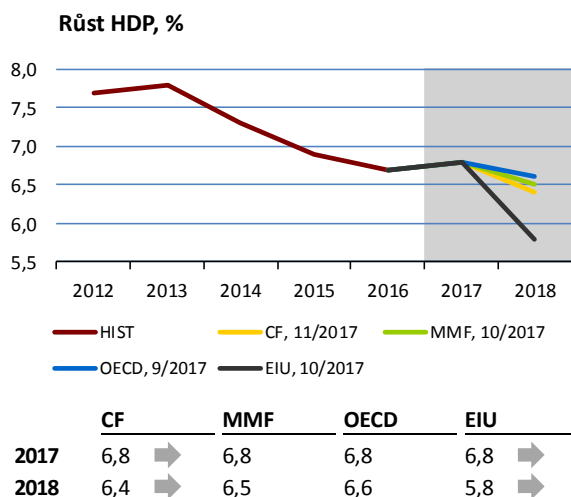
II.5 Japonsko

V předčasných volbách konaných na konci října obhájil přesvědčivě svůj post premiér Š. Abe. Očekává se tak pokračování dosavadní expanzivní politiky. Hlavní akciový index Nikkei v reakci na výsledek voleb posílil na 21leté maximum a japonský jen oslabil pod vlivem názoru, že vláda bude pokračovat v podpoře hospodářského oživení. Dynamika průmyslové produkce v září meziročně i meziměsíčně zpomalila. **PMI** ve zpracovatelském průmyslu v říjnu mírně poklesl na 52,8 bodů, nicméně dle nákupních manažerů se odvětví vyvíjí nadále velmi dobře. BoJ lehce zvýšila výhled růstu HDP pro letošní rok, CF pak zvýšil predikci pro rok příští. Celková inflace zůstala meziročně na 0,7 %, když rychlejší tempo růstu cen potravin a energií vyvážila stagnace či pokles cen ostatních složek spotřebního koše. Nachází se tak stále pod cílem centrální banky, kterého by dle ní měla dosáhnout v roce 2019. S ohledem na umírněný vývoj mezd a cen BoJ nezměnila v listopadu nastavení měnové politiky, snížila však výhledy inflace pro oba sledované roky.



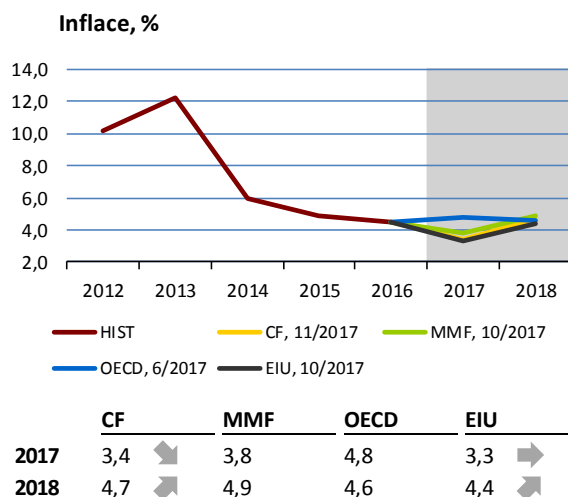
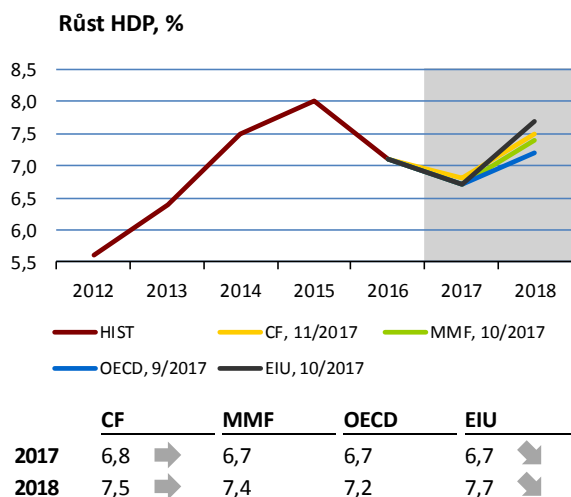
III.1 Čína

Ve třetím čtvrtletí čínská ekonomika v meziročním vyjádření mírně zpomalila, když růst HDP dosáhl 6,8 %. Investice do fixních aktiv rostly nejmaleji za posledních 18 let, přičemž propad v období leden až září 2017 zaznamenaly zejména investice do těžby kovů (o více než 20 %) a dalších surovin (o 13 %). Růst investic byl naopak patrný v těžbě ropy a plynu (ve stejném období o 12,4 %). Podle guvernéra čínské centrální banky by měla ekonomika v druhé polovině roku růst v průměru 7% tempem, zejména díky silící spotřebě domácností. Naopak analytici na finančních trzích očekávají v závěru roku zpomalení (vyšší úrokové sazby, administrativní překážky v nákupech nemovitostí, přerušování průmyslové produkce s cílem zlepšit ovzduší). Nastává také politický odklon od růstových cílů, když na sjezdu čínské komunistické strany nezazněl cíl zdvojnásobit HDP do roku 2020 a pozornost byla směřována na kvalitu a dlouhodobou udržitelnost expanze. Nová předpověď CF ani EIU změny nepřinesla.



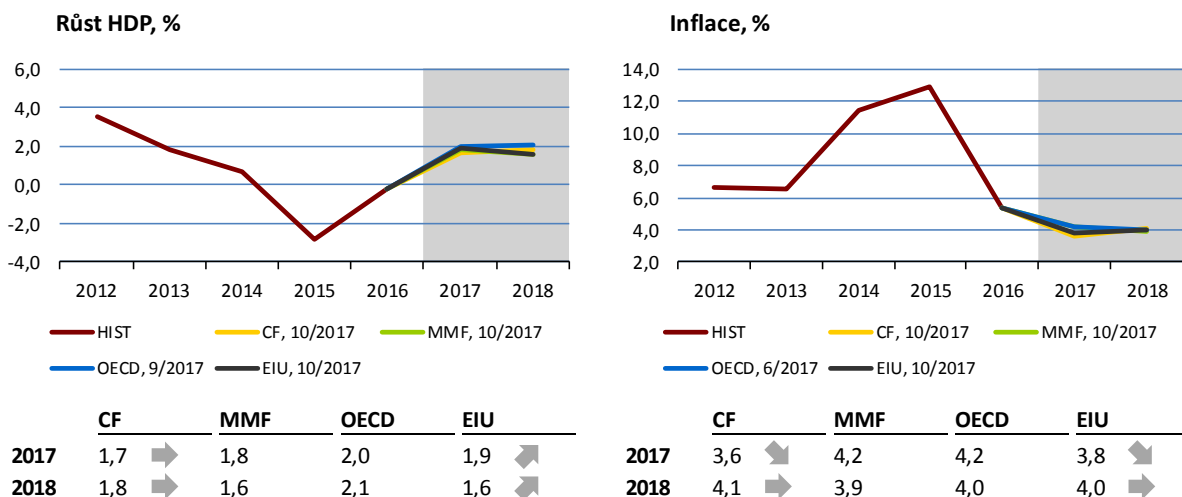
III.2 Indie

Indický **PMI** ve zpracovatelském průmyslu se v říjnu nečekaně snížil na 50,3 bodů, zůstává však dále v pásnu expanze. Nákupní manažeři uvádějí, že zpomalil růst výstupu, export klesl nejvíce od září 2013 a obchodní sentiment byl nejslabší od letošního února. Navíc nové objednávky stagnovaly, protože se nadále projevují dočasné negativní efekty zavedení významné daňové reformy v červenci tohoto roku. Pouze trh práce se dle nákupních manažerů zlepšuje, což se projevuje v nárůstu zaměstnanosti v odvětví. Listopadový CF výhledy růstu HDP nezměnil. Naopak EIU upravila své predikce směrem dolů. Pro fiskální rok 2017/2018 svou předpověď výrazně snížila, čímž ji sjednotila s ostatními institucemi. Ve fiskálním roce 2018/2019 pak nově očekává lehce nižší růst než ve své poslední předpovědi. CF snížil výhled inflace pro letošní fiskální rok. Naopak pro příští fiskální rok CF i EIU své predikce nepatrně zvýšily.



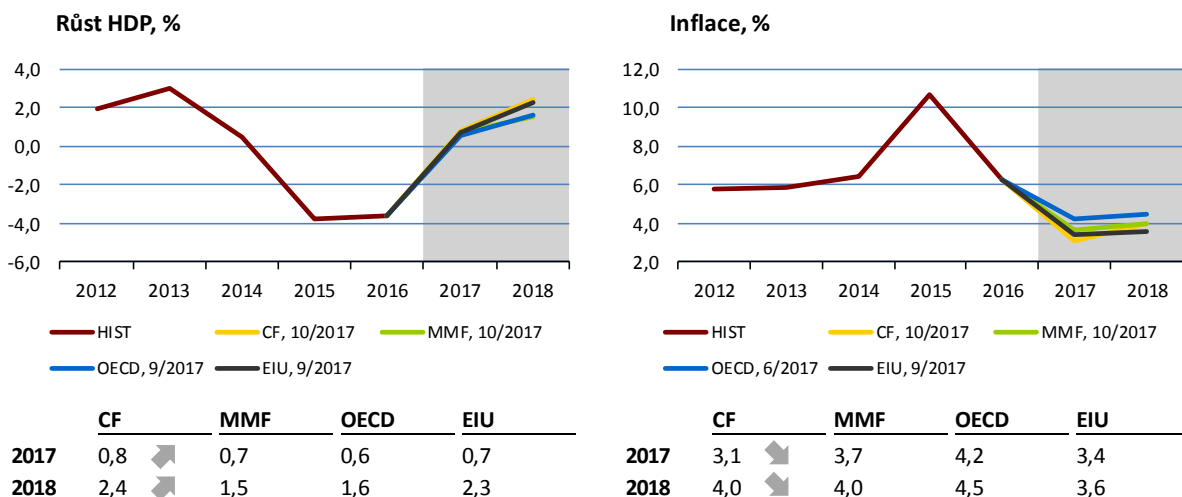
III.3 Rusko

Ekonomika Ruska vykazuje celkem příznivý vývoj. Růst průmyslové produkce v září dosáhl 0,9 % meziročně, říjnové **PMI** ve zpracovatelském průmyslu a ve službách zůstávají v pásmu expanze. Míra nezaměstnanosti se udržuje kolem 5 %. Meziroční tempo růstu reálných mezd se v září zvýšilo na 2,6 %, i když zaostalo za očekáváním. Inflace spotřebitelských cen se již řadu měsíců snižuje a v říjnu zaznamenala nové historické minimum 2,7 %. Nachází se tak výrazně pod 4% cílem centrální banky, díky čemuž zůstává prostor pro další uvolnění měnové politiky. Na konci října snížila centrální banka základní úrokovou sazbu na 8,25 % a očekává se, že ještě do konce tohoto roku přistoupí k jejímu dalšímu snížení. Pro příští rok nové výhledy CF a EIU předpokládají tempo růstu HDP kolem 1,7 % při inflaci v blízkosti 4 % (hodnota pro konec roku).



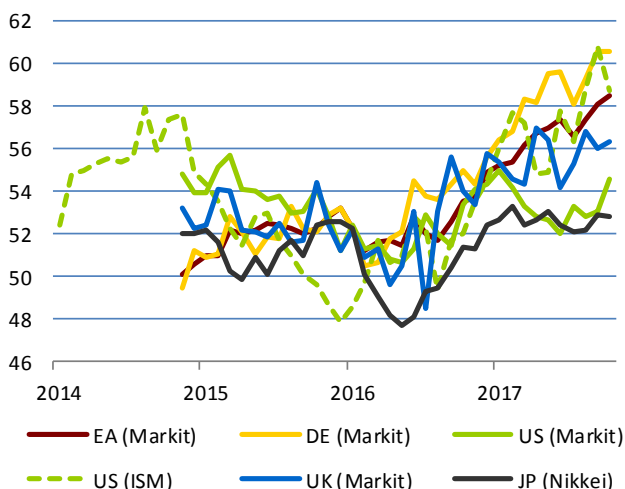
III.4 Brazílie

Růst brazilské průmyslové produkce v září mírně zpomalil. Jeho meziroční tempo se snížilo z 3,9 % v srpnu na 2,6 % v září. Míra nezaměstnanosti plynule klesá již šestý měsíc v řadě a z březnových 13,7 % se snížila na 12,4 % v září. Inflace zůstává poblíž historicky velmi nízkých hodnot (2,5 % v září). Brazilská centrální banka pokračuje v rychlém uvolňování měnové politiky. Po snížení začátkem září o 100 b. b. byla klíčová úroková sazba v poslední říjnové dekádě snížena o dalších 75 b. b. až na aktuálních 7,5 %. Sazba SELIC tak poklesla již po deváté v řadě a v současné době je její výše srovnatelná s úrovní z roku 2013. Nový výhled CF zvýšil odhady růstu HDP a snížil předpověď inflace. Pro příští rok tak očekává růst HDP o 2,4 % při inflaci, která bude ke konci roku 2018 činit 4 %.

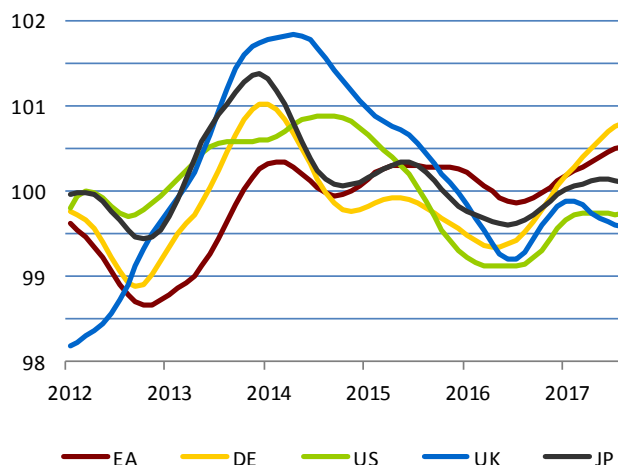


IV.1 Vyspělé země

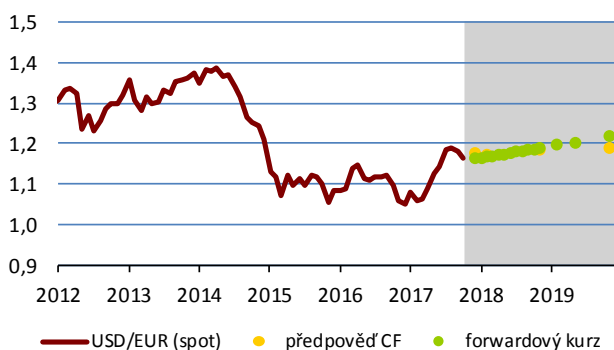
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

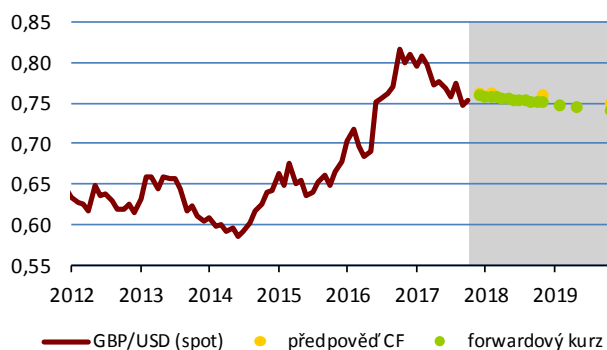


Americký dolar (USD/EUR)



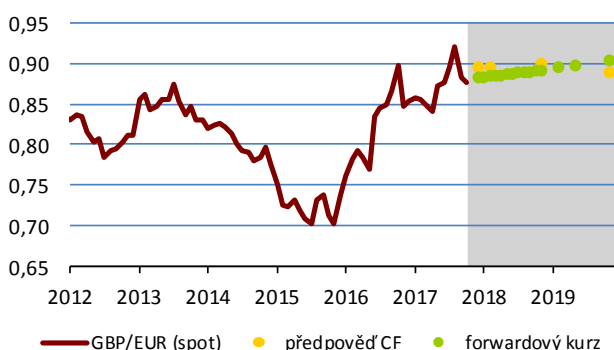
	6/11/17	12/17	02/18	11/18	11/19
spotový kurz	1,159				
předpověď CF		1,175	1,174	1,184	1,187
forwardový kurz		1,163	1,167	1,188	1,219

Britská libra (GBP/USD)



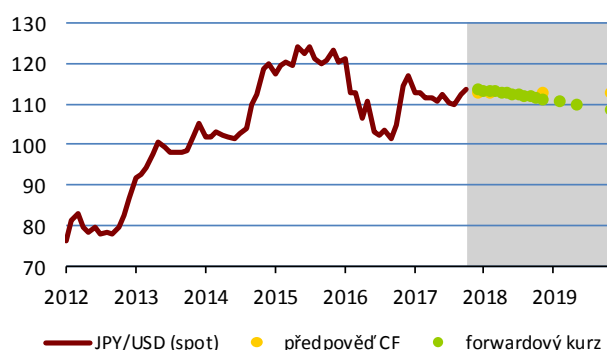
	6/11/17	12/17	02/18	11/18	11/19
spotový kurz	0,762				
předpověď CF		0,762	0,762	0,760	0,749
forwardový kurz		0,759	0,757	0,750	0,741

Britská libra (GBP/EUR)



	6/11/17	12/17	02/18	11/18	11/19
spotový kurz	0,883				
předpověď CF		0,895	0,895	0,900	0,889
forwardový kurz		0,882	0,884	0,892	0,903

Japonský jen (JPY/USD)

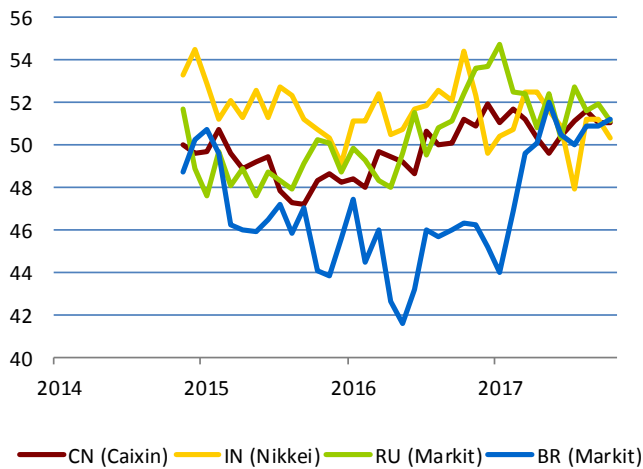


	6/11/17	12/17	02/18	11/18	11/19
spotový kurz	114,1				
předpověď CF		112,9	112,9	112,8	112,9
forwardový kurz		113,6	113,2	111,3	108,4

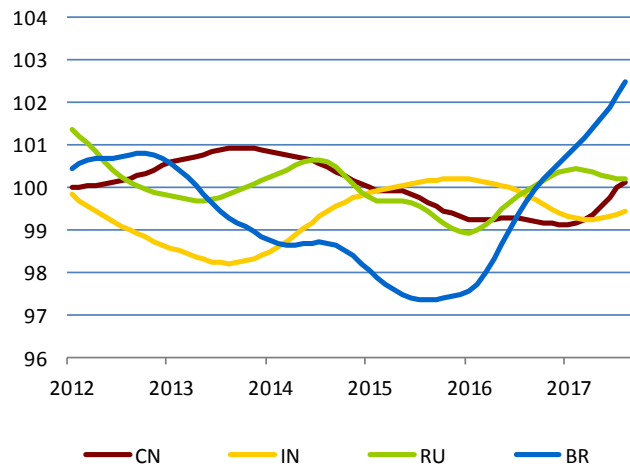
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

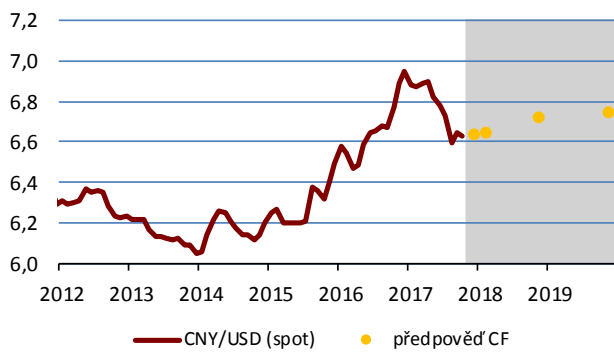
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

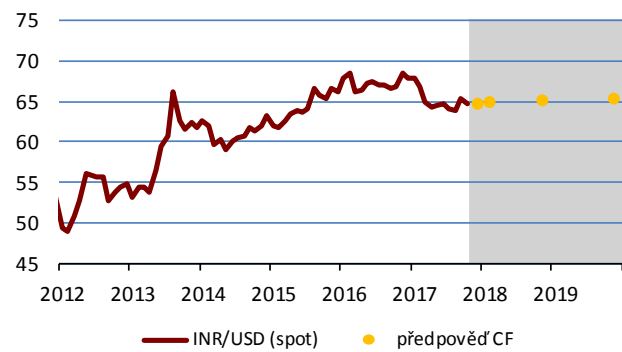


Čínský renminbi (CNY/USD)



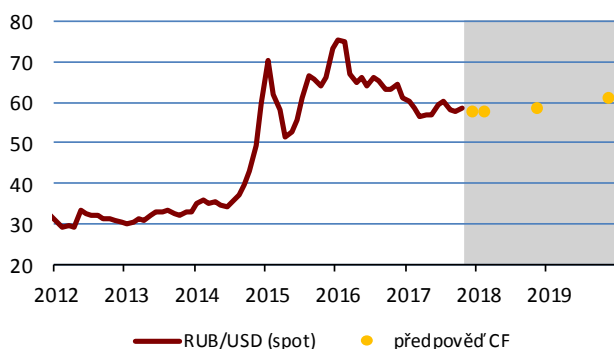
	6/11/17	12/17	02/18	11/18	11/19
spotový kurz	6,634				
předpověď CF		6,636	6,643	6,717	6,746

Indická rupie (INR/USD)



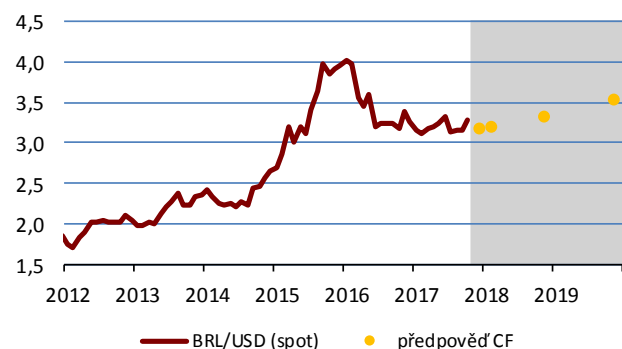
	6/11/17	12/17	02/18	11/18	11/19
spotový kurz	64,70				
předpověď CF		64,75	64,86	65,03	65,28

Ruský rubl (RUB/USD)



	6/11/17	12/17	02/18	11/18	11/19
spotový kurz	58,46				
předpověď CF		57,89	57,88	58,41	61,03

Brazilský real (BRL/USD)



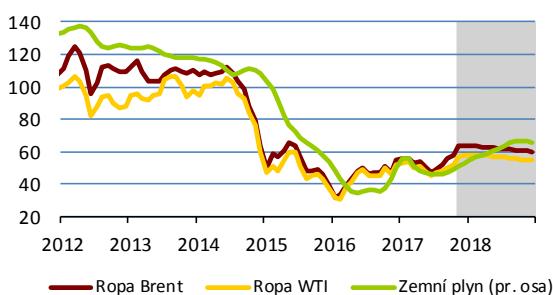
	6/11/17	12/17	02/18	11/18	11/19
spotový kurz	3,287				
předpověď CF		3,181	3,191	3,313	3,535

Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci.

V.1 Ropa a zemní plyn

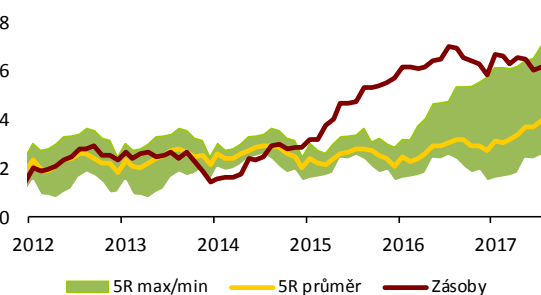
Cena ropy Brent v průběhu září silně rostla a koncem měsíce se dostala těsně pod úroveň 60 USD/barel. Na přelomu září a října došlo sice ke krátké korekci, když hedžové fondy vybíraly zisky ze svých investic, ale poté se cenový růst opět obnovil. Ropa Brent se tak koncem října poprvé od července 2015 dostala opět nad hranici 60 USD/barel a začátkem listopadu v růstu pokračovala. Od minima na počátku července tak během čtyř měsíců vzrostla o téměř 38 %. Část analytiků se domnívá, že současný růst cen ropy je pouze přechodný v důsledku zvýšeného geopolitického napětí na Blízkém východě (zásah vojenských sil na severu Iráku kvůli referendu ohledně autonomie Kurdů a pokles tamní produkce o více než polovinu, zvýšené napětí mezi Saudskou Arábií a Íránem, který podporuje povstalce v Jemenu, a v neposlední řadě mocenské boje mezi elitami v Saudské Arábii). Objevují se ale i argumenty, že vyšší ceny ropy mohou být trvalejšího rázu v důsledku příznivého fundamentálního vývoje na trhu s ropou. Dohoda mezi kartelem OPEC a dalšími velkými producenty ropy účinně omezuje nabídku ropy a všeobecně se očekává její prodloužení až do konce roku 2018. Přitom růst globální poptávky je nadále robustní a růst těžby v USA bude zpomalovat v reakci na slábnoucí vrtnou aktivitu. Zásoby ropy a produktů (vč. státních strategických rezerv) v USA od začátku roku klesly již o téměř 100 mil. barelů, k čemuž přispěly i výpadky těžby v důsledku silných hurikánů. OPEC očekává, že zásoby ropy v OECD se dostanou k normálu během třetího čtvrtletí 2018. Tržní křivka termínovaných kontraktů má již silně klesající sklon a implikuje pro roky 2018 a 2019 ceny ropy Brent v průměru 61,8, resp. 58,6 USD/barel. Předpověď EIA pro příští rok je však jen 56 USD/barel.

Výhled cen ropy (USD/b) a zemního plynu (USD / 1000 m³)

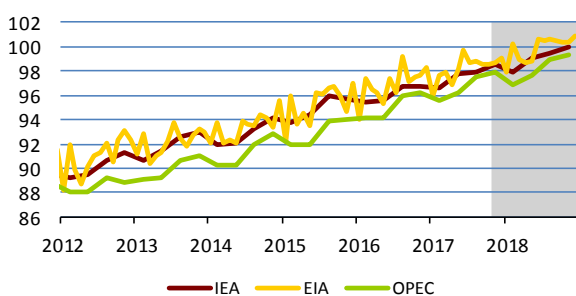


	Brent	WTI	Plyn
2017	54,89 ↗	50,97 ↗	189,43 ↗
2018	61,81 ↗	56,42 ↗	226,37 ↗

Celkové zásoby ropy a ropných produktů v OECD (mld. barelů)

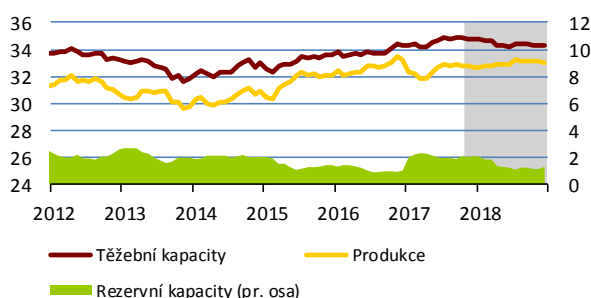


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2017	97,70 ↘	98,20 ↘	96,80 ↗
2018	99,11 ↗	99,87 ↘	98,18 ↗

Produkce, celkové a rezervní kapacity zemí OPEC (mil. barelů / den)



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2017	32,50 ↗	34,60 ↗	2,10 ↗
2018	32,99 ↗	34,41 ↗	1,42 ↗

Zdroj: Bloomberg, IEA, EIA, OPEC, výpočty ČNB.

Poznámka: Cena ropy na ICE, cena ruského plynu na hranicích s Německem – data MMF, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

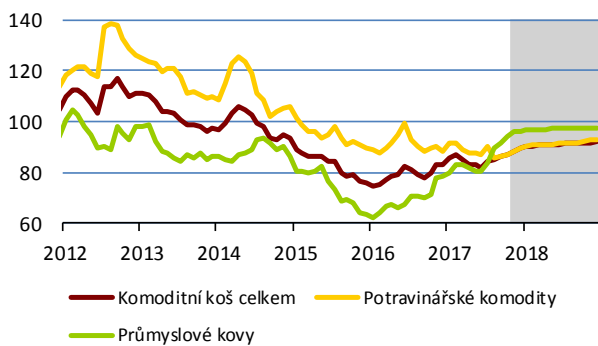
V.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických surovin pokračoval v růstu i v říjnu a první polovině listopadu, k čemuž přispěly jak dílčí index cen potravinářských komodit, tak zejména dílčí index cen průmyslových kovů. Ten byl v půlce listopadu nejvýše od února 2013, i když jeho výhled nadále stagnuje na dosažených hodnotách. Naopak index cen potravinářských komodit se pohybuje po celý letošní rok poblíž mnohaletého minima, ale jeho výhled je mírně rostoucí.

Ceny základních kovů jsou nadále podporovány dobrými vyhlídkami průmyslové aktivity, když J.P.Morgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu v říjnu dále vzrostl na 53,5 (6,5leté maximum). Podmínky se zlepšovaly v Evropě a USA, stagnovaly v Číně a mírné zhoršení zaznamenalo Rusko a Indie. Silné hodnoty byly zaznamenány zejména u investičního zboží. V růstu tak pokračovala cena hliníku, mědi i ostatních průmyslových kovů s výjimkou cínu. Naopak cena železné rudy od září klesala, když rostla její nabídka a očekává se zpomalení růstu produkce oceli v Číně.

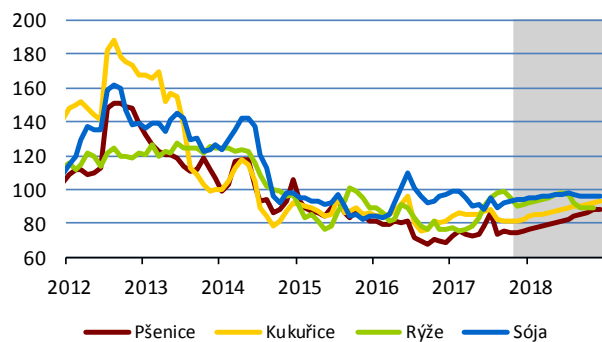
Cenové pohyby u potravinářských komodit nebyly většinou nijak výrazné, neboť globální zásoby zůstávají na komfortní úrovni a sklizeň by neměla být narušena nepříznivým počasím. Ceny pšenice a kukuřice v uplynulém měsíci stagnovaly, ale předpověď očekává jejich růst. Cena rýže klesala a naopak cena sóji mírně rostla. Mírný růst zaznamenala i cena kakaa a vepřového masa, větší růst pak vykázala cena hovězího masa. Z nepotravinářských zemědělských komodit došlo k poklesu ceny u přírodního kaučuku zpět do blízkosti dlouholetého minima.

Indexy cen neenergetických komodit



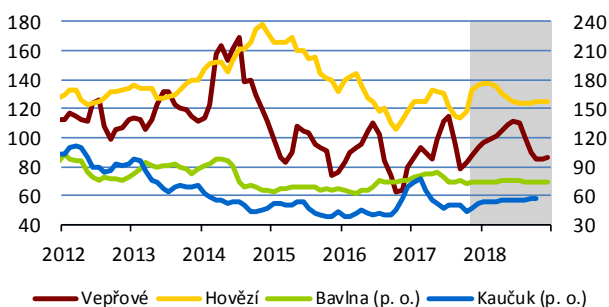
	Celkem	Potraviny	Kovy
2017	85,6 ↗	88,4 ↗	86,8 ↗
2018	91,1 ↗	91,6 ↗	97,3 ↗

Potravinářské komodity



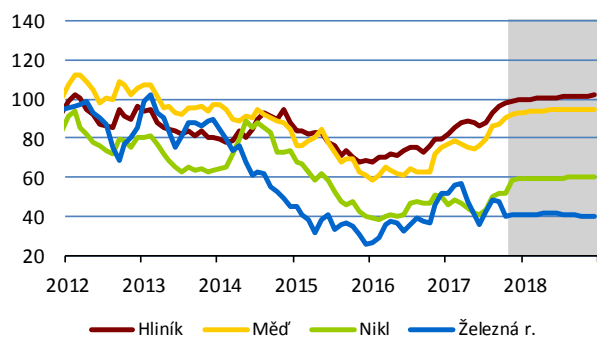
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2017	75,6 ↗	84,4 ↗	87,5 ↗	93,4 ↗
2018	82,5 ↗	88,6 ↗	93,5 ↗	96,4 ↗

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2017	93,1 ↗	125,6 ↗	77,7 ↗	55,2 ↗
2018	98,2 ↗	128,3 ↗	74,8 ↗	55,3 ↗

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2017	90,9 ↗	82,3 ↗	48,6 ↗	45,8 ↗
2018	100,8 ↗	94,2 ↗	59,7 ↗	40,9 ↗

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

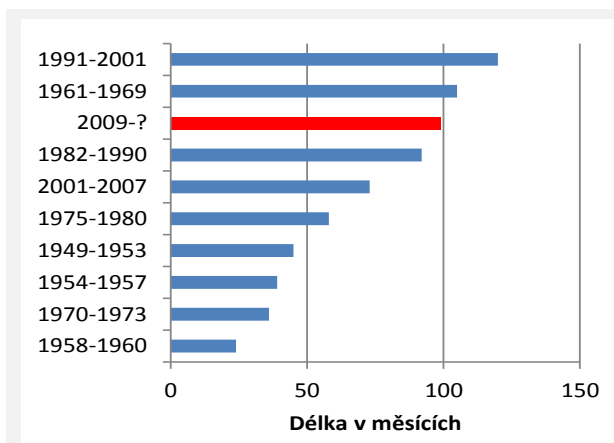
Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Ceny jednotlivých komodit jsou vyjádřeny jako indexy 2010 = 100.

Ekonomické oživení a vývoj na trhu práce v USA¹

Aktuální oživení americké ekonomiky má šanci být nejdelším v dějinách Spojených států. Ve srovnání s hospodářskými cykly v poválečném období se ale vyznačuje také nejnižším růstem zaměstnanosti a HDP. Při poklesu nezaměstnanosti na historická minima a při omezené dynamice růstu nominálních mezd je pak otázkou, do jaké míry aktuální vývoj odráží strukturální změny na americkém trhu práce. V eurozóně je nevýrazný vývoj mezd odrazem nedostatečného využití kapacit na trhu práce. Pokud by nízký růst nominálních mezd v USA odrážel zejména strukturální změny (především větší flexibilitu na trhu práce), scénář stabilního růstu HDP, mezd i cen by mohl být reálný i v následujících dvou letech. Na druhou stranu může stále přetrvávat vliv globální finanční krize a mzdové tlaky se pak mohou projevit již v následujících měsících. Z historického srovnání totiž vyplývá, že finanční krize mají výrazný dopad na ekonomiku i trh práce a jsou následovány pomalejším oživením (Reinhart a Rogoff, 2014).

1 Hospodářský cyklus USA v historickém srovnání

Aktuální oživení americké ekonomiky, které podle výpočtů National Bureau of Economic Research (NBER) začalo v červenci roku 2009, má šanci být nejdelším v dějinách Spojených států. Od konce druhé světové války zaznamenala americká ekonomika 11 recesí a oživení v poválečné době trvalo v průměru 59 měsíců. Před rokem 1919 dle NBER fáze oživení činila 27 měsíců a mezi válkami její délka vzrostla na 35 měsíců. Jak ukazuje Graf 1, aktuální oživení ekonomiky trvá již 99 měsíců, a je tak třetí nejdelší v historii USA. Dle Tabulky 1 vykazuje v historickém srovnání také nejnižší průměrnou míru růstu HDP, zaměstnanosti či populace.



Graf 1 Délka hospodářských oživení v měsících

Zdroj: NBER, ČNB

	Délka (v měsících)	Růst zaměstnanosti	Růst HDP	Růst populace
1949-1953	45	18%	7.8%	1.8%
1954-1957	39	9%	3.8%	1.8%
1958-1960	24	8%	5.1%	1.7%
1961-1969	106	33%	5.1%	1.3%
1970-1973	36	12%	5.1%	1.1%
1975-1980	58	20%	4.3%	1.0%
1982-1990	92	24%	8.1%	0.9%
1991-2001	120	23%	3.8%	1.2%
2001-2007	73	6%	2.8%	0.9%
2009-?	99+	4%	2.5%	0.7%

Tabulka 1 Poválečné expanze v číslech

Zdroj: Datastream, ČNB

Pozn.: Průměrné hodnoty pro růst HDP a populace. Anualizovaný mezičtvrtletní růst HDP, procentní změna zaměstnanosti od předchozí recese do další recese

Aby bylo současné oživení USA nejdelší v historii, musela by ekonomika expandovat ještě 21 měsíců. Tím by vyrovnala rekord z let 1991 až 2001. Z pohledu celé řady institucí, které připravují výhledy pro americkou ekonomiku, by expanze měla pokračovat i v následujících letech. Říjnový Consensus Forecasts očekává dokonce zrychlení růstu z letošních 2,2 % na 2,4 % v roce 2018, přičemž pro rok 2019 dlouhodobá předpověď činí 2,1 %. Zrychlení růstu v roce 2018 očekávají i MMF a OECD. Další zrychlení růstu HDP v USA by mohlo být tedy doprovázeno zlepšením na trhu práce. Analytici CF ale nepředpokládají další výrazný pokles nezaměstnanosti z aktuální historicky nízké úrovně, a v roce 2018 by tak měla nezaměstnanost činit v průměru 4,1 %.

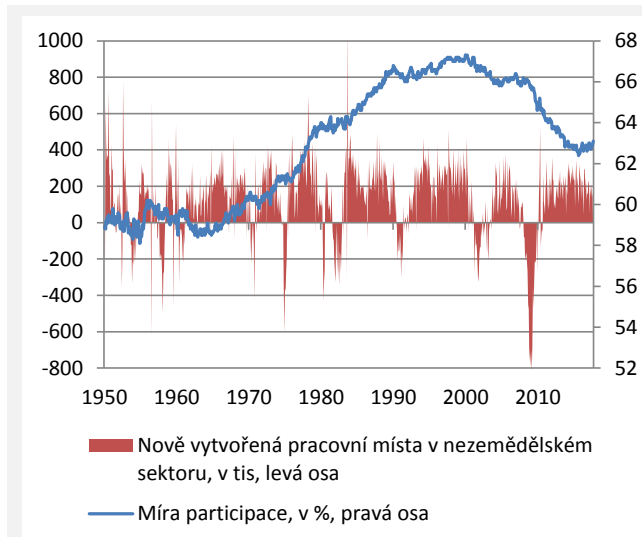
Pouze mediánová projekce Fedu ze září 2017 předpokládá zpomalení z 2,4 % v roce 2017 na 2,1 % v roce 2018 a 2,0 % v roce 2019, přičemž centrální banka očekává míru nezaměstnanosti v následujících dvou letech mezi 4,1 - 4,2 %. Odhad dlouhodobého růstu v USA činí 1,8 % a dlouhodobé míry nezaměstnanosti 4,6 %. Ekonomika by tedy měla expandovat tempem růstu vyšším, než je dlouhodobý průměr, při nižší nezaměstnanosti. Naplno by se měly projevit inflační tlaky, které zatím nebyly výrazné. Podmínky na trhu práce by se měly dále utáhnout, což se projeví v nárůstu mezd a tedy i inflaci.

Na druhou stranu celá řada strukturálních změn přinesla otazníky ohledně vazby mezi podmínkami na trhu práce a makroekonomickým vývojem. Míra nezaměstnanosti se blíží přirozeným hodnotám (NAIRU), kdy by se inflační tlaky mohly projevit. Jádřová inflace ale již od května stagnuje na úrovni 1,7 %.

¹ Autorkou je Soňa Benecká. Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

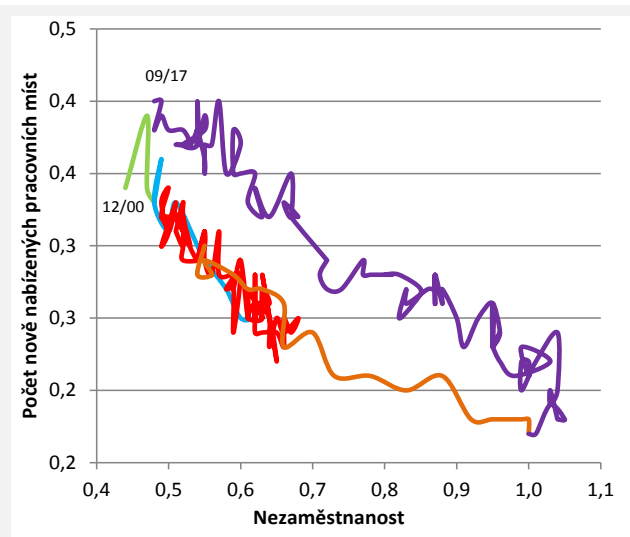
2 Trh práce a strukturální změny

Otázka, jak utažené jsou podmínky na americkém trhu práce a zda může nezaměstnanost dále klesnout, je předmětem rozsáhlých debat. Celá řada indikátorů naznačuje, že nabídka práce roste relativně stabilně, i když je již patrné mírné zpomalení dynamiky. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru (až na záříjový výpadek v důsledku hurikánů) vykazuje stále silné hodnoty. V říjnu dosáhl počet nově vytvořených míst 261 tisíc. Jak nicméně ukazuje Graf 2, od roku 2014 je patrné mírné zvolnění tempa tvorby nových míst.



Graf 2 Míra participace a počet nově vytvořených míst v nezemědělském sektoru

Zdroj: Datastream ČNB



Graf 3 Beveridgeova křivka

Zdroj: Bureau of Labor Statistics

Pozn.: Zelená (12/00-02/01), modrá (03/01-11/01, recese), červená (12/01-11/07), oranžová (12/07-06/09, recese), fialová (06/09-08/17)

Míra participace na trhu práce (podíl pracujících a hledajících práci na pracovní síle) od roku 2000 výrazně klesala, a to až na hodnotu okolo 63 %, již dosahovala naposledy koncem 70. let minulého století. Od začátku roku 2017 se nicméně už dále nesnižuje (Graf 2). Podíl nezaměstnaných osob vůči nově nabízeným místům („job openings“) klesl v srpnu 2017 na 1,2, tj. na nižší úroveň, než jaká byla před krizí. Pokračující pokles nezaměstnanosti při současném nárůstu počtu nově otevřených pozic pak ilustruje Beveridgeova křivka² (Graf 3). Aktuální situace na trhu práce se dle ní zdá být srovnatelná s expanzí v roce 2000.

K poklesu míry participace a dalším změnám ve struktuře trhu práce v USA v posledních dvou dekadách přispělo množství faktorů. V první řadě je to demografický vývoj, kdy dochází ke zřetelnému stárnutí populace (byť tento problém není tak výrazný jako v Japonsku). Dle studie Public Reference Bureau by podíl obyvatel nad 65 let měl dále růst, a to ze současných 15 % na 24 % v roce 2060. Stárnutí (stejně jako například robotizace) se přitom významně odráží ve zvyšování nesouladu mezi poptávanými a nabízenými schopnostmi („labor skill mismatch“), který se však jen těžko zachycuje ve statistikách. Firmy poptávají jiné kvalifikace, než jsou na trhu práce nabízeny, i když je úroveň vzdělání vysoká.³

Na participaci se negativně podepsaly rovněž socio-kulturní změny. Negativní vliv má rozšíření závislosti (zejm. na veřejně dostupných léčích)⁴ a spekuluje se také o změnách v preferencích nové generace. Výrazně vyšší podíl mladých zůstává bydlet s rodiči, protože jim to umožňuje žít pohodlněji či studovat. Odsunutí momentu osamostatnění se až do vyššího věku pak vede k menší ochotě či motivaci vstupovat na trh práce. Snížila se rovněž mobilita mezi státy (tj. zejména ochota stěhovat se za prací). Podíl amerických občanů stěhujících se mezi státy klesl z 3,8 % v roce 1990 na 2,0 % v roce 2016.

Na druhou stranu se projeví trendy směrem k více flexibilnímu trhu práce. Technologický pokrok, umožňující např. práci na dálku či na zavolání, a další změny (vč. poklesu vlivu odborů) změnilly základní vztah mezi zaměstnaností, mzdami a investicemi. Patrný je zejména nástup významu alternativních pracovních úvazků, jako je dočasné využití agenturních pracovníků, smluvních zaměstnanců, nezávislých dodavatelů a lidí na volné noze (tzv. „gig economy“). Podíl flexibilní pracovní síly stabilně roste a aktuálně může dosahovat odhadem až 27 % pracovní síly v USA (šetření McKinsey Global Institute). Flexibilní

² https://www.bls.gov/web/jolts/jlt_labstatgraphs.pdf

³ Na druhou stranu podíl mezd více vzdělaných pracovníků vůči mzdám méně vzdělaných pracovníků od roku 2000 stagnuje. Jako možná vysvětlení literatura nabízí (i) vyčerpání poptávky po IT expertech po IT boomu, (ii) komplementarita vzdělání a nových technologií či (iii) větší konkurence mezi vzdělanými v poptávce po zaměstnání s vysokým příjmem.

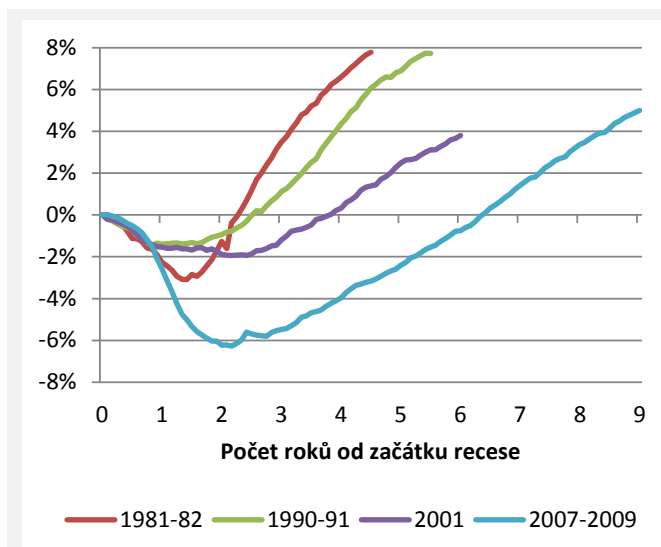
⁴ <https://www.brookings.edu/bpea-articles/where-have-all-the-workers-gone-an-inquiry-into-the-decline-of-the-u-s-labor-force-participation-rate/>

pracovní síla přitom snižuje přirozenou míru nezaměstnanosti, protože i minimálně produktivní pracovník může občas získat práci. Flexibilita ale také umožňuje zaměstnavatelům rozšířit produkci bez nutnosti rizikových dlouhodobých investic, které by jinak vedly k rychlejšímu nárůstu produktivity. Nezanedbatelný je také vliv na růst mezd. Větší konkurence, obzvláště v situaci stabilních inflačních očekávání, snižuje tlak na růst mezd v ekonomice.

Strukturální změny v ekonomice se pak projeví také ve mzdové dynamice. Recese jsou pro firmy obvykle příležitostí ke snížení zaměstnanosti, kterou následně v pokrizovém období již nemusí zvýšit stejným způsobem. Díky technologickým inovacím či větší flexibilitě na trhu práce firmy totiž nejsou nuceny ani ve stádiu následného oživení zvyšovat mzdy, zvláště pokud jsou inflační očekávání pevně ukotvena. Následující kapitola bude proto věnována srovnání vývoje na trhu práce v rámci cyklů od 80. let.

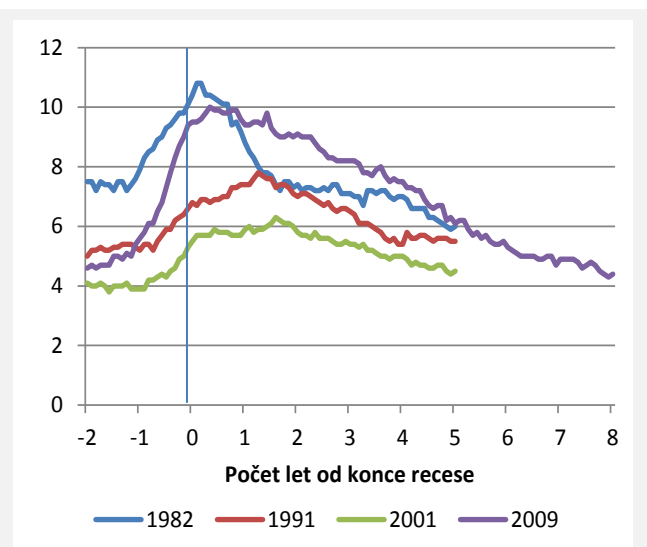
3 Srovnání napříč hospodářskými cykly

Jedním z možných přístupů, jak analyzovat dopady poslední krize, je srovnat vývoj na trhu práce v rámci více cyklů. Jak ukazuje Graf 4, ztráta pracovních míst po globální finanční krizi byla v historickém srovnání rekordní. Ještě rok po konci recese docházelo k úbytku pracovních míst v nezemědělském sektoru. V krizích před rokem 2000 to byl pouze rok a ztráty byly výrazně nižší. Recese z roku 2001 sice nepřinesla okamžitý obrát na trhu práce, ale její dopady byly třetinové ve srovnání s finanční krizí. Nyní je však již zaměstnanost o 6 % vyšší než v prosinci 2007 (+8,2 mil. pracovních míst), přičemž průměrný přírůstek pracovních míst byl za posledních 12 měsíců 167 tis. a za poslední tři měsíce 162 tis. I přes patrný vliv hurikánů se jedná o hodnoty, které odpovídají přísunu potenciální pracovní síly z titulu populačního růstu.



Graf 4 Procentní změna v zaměstnanosti od začátku recese

Zdroj: Datastream, ČNB



Graf 5 Míra nezaměstnanosti v recesích a během oživení

Zdroj: Datastream, ČNB

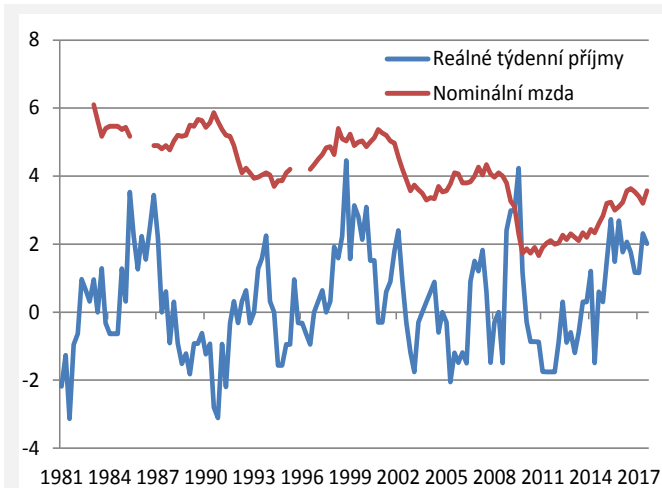
Podobně výjimečný byl nárůst míry nezaměstnanosti po globální finanční krizi, a nezaměstnanost zůstala na vysokých hodnotách ještě relativně dlouho po překonání recese (Graf 5). Na konci recese v červnu 2009 se nezaměstnanost přiblížila 10% hranici, přičemž vyšší míra nezaměstnanosti byla za posledních více než 35 let jen v závěru recese 1981–82. Oproti ní však byla současná pokrizová expanze mnohem mírnější a také mezera na trhu práce mizela pomaleji. Pod hranici 5 % se tak míra nezaměstnanosti dostala až v závěru roku 2015, tedy šest a půl rok od konce recese.

Ze srovnání hospodářských cyklů od roku 1980 také vyplývá, že aktuální oživení je ve znamení rekordně nízkého růstu nominálních mezd (Graf 6).⁵ Naopak vývoj reálných mezd se v rámci tohoto hospodářského cyklu výrazně neodchyluje od cyklů předchozích.

Nárůst reálných mezd od konce recese (Graf 7) se však odehrál zejména u nízko- a vysokopříjmové skupiny. V kategorii středních příjmů byl mzdový nárůst relativně omezený, přičemž v recesi došlo v této skupině k největším ztrátám v zaměstnanosti.⁶ Tento vývoj mohl přispět také k nárůstu nerovnosti v příjmech, což je v případě USA patrné i z pohledu na klesající podíl příjmu z práce („labour income ratio“). Důsledkem je pak zvyšující se počet hlasů volajících po zvýšení minimální mzdy, omezení flexibility či zavedení úlev na daních. Taková opatření však mohou opět přispět k nárůstu dlouhodobé nezaměstnanosti.

⁵ <https://www.frbatlanta.org/chcs/wage-growth-tracker.aspx?panel=1>

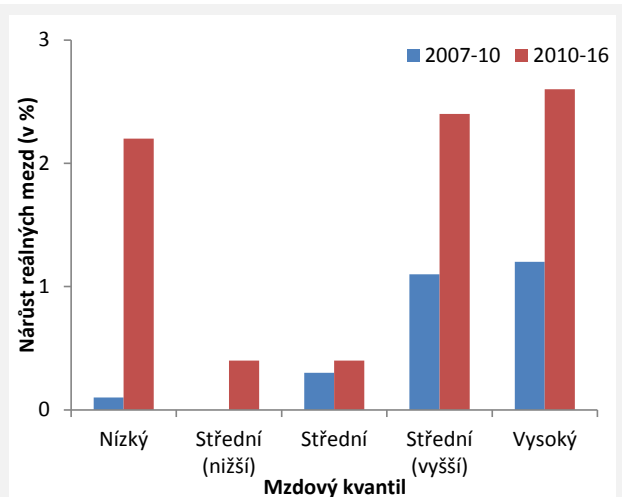
⁶ <http://www.nelp.org/content/uploads/2015/03/LowWageRecovery2012.pdf>



Graf 6 Růst nominálních a reálných mezd

Zdroj: Fred

Pozn.: Nominální mzda sledována ve "Wage Growth Tracker" atlanského Fedu

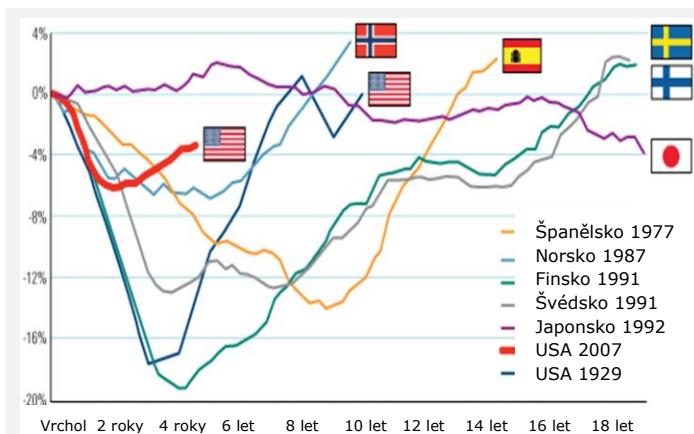


Graf 7 Růst reálných mezd dle příjmových kvantilů

Zdroj: The Hamilton Project

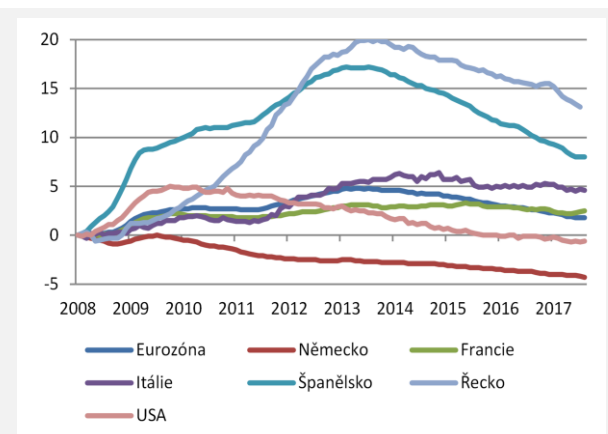
4 Mezinárodní srovnání

Hluboké recese jsou obvykle následovány výrazným oživením. Finanční krize však mohou mít za následek podstatně delší období ve znamení nízkého ekonomického růstu. Práce Reinhart a Rogoff (2014) ukazuje, že systémové bankovní krize mají za následek pomalejší oživení. K opětovnému dosažení úrovně příjmů, jaká byla před vypuknutím krize, v jejich případě dochází v průměru až za 8 let. V polovině případů se pak objevuje dokonce druhá krátká recese („double dip recovery“).



Graf 8 Procentní pokles zaměstnanosti po finančních krizích

Zdroj: Reinhart a Rogoff (2014), Oregon Office of Economic Research



Graf 9 Nárůst nezaměstnanosti od začátku krize

Zdroj: Eurostat

Jejich dopad na trh práce je pak také výrazný, jak ilustruje Graf 8. Ve Finsku například došlo na přelomu 80. a 90. let k propadu zaměstnanosti o téměř 20 %, což je zhruba stejný efekt jako měla ve třicátých letech Velká deprese v USA. Ve srovnání s tím byl dopad nedávné finanční krize na ztrátu zaměstnanosti v USA relativně malý.

Nárůst nezaměstnanosti byl v prvních dvou letech od začátku globální finanční krize vyšší v USA než v eurozóně (Graf 9), a to téměř dvojnásobně. Ve Spojených státech nastal obrat již v roce 2009, zatímco kumulované ztráty zaměstnanosti v eurozóně se začaly v roce 2011 dále navyšovat z titulu dluhové krize. Zasaženy byly zejména trhy práce v Řecku, Portugalsku a Španělsku. Na druhou stranu v Německu nezaměstnanost od vrcholu krize stabilně klesá a v září dosáhla nejnižší úrovně za posledních 37 let (3,6 %). Růst německých reálných mezd se od začátku roku pohybuje okolo 1 %, zatímco v některých zemích postižených dluhovou krizí reálné mzdy v průběhu krize dokonce meziročně klesaly.

Z hlediska struktury se propad zaměstnanosti projevil v eurozóně v pokrizovém období obdobně jako v USA, tj. zejména v sektoru stavebnictví a v menší míře v průmyslu. Podstatný rozdíl nicméně spočíval v tom, že index měřící nesoulad mezi poptávanými a nabízenými schopnostmi v eurozóně na rozdíl od USA v téže

době prudce vzrostl a to zejména v zemích postižených dluhovou krizí.⁷ Index pro Německo naopak v poslední dekádě klesal.

V jednotlivých zemích eurozóny docházelo v pokrizovém období k rozdílnému vývoji, ale celkově využití pracovních kapacit (s výjimkou Německa) zůstává nízké. Podmínky na trhu práce tedy na rozdíl od USA nelze hodnotit jako napjaté, což se projevuje i na mzdové dynamice.

5 Závěr

Jak naznačuje odborná literatura, finanční krize přináší výraznější recese, ztráty na trhu práce a pomalejší oživení, než jsou běžné v průběhu ostatních hospodářských cyklů. Poslední z nich, globální finanční krize, byla také ve znamení postupného zlepšování situace v ekonomice. S poklesem nezaměstnanosti byl očekáván nárůst mzdových tlaků s přelivem do inflace. Ale celá řada strukturálních změn přinesla otazníky ohledně vazby mezi podmínkami na trhu práce a makroekonomickým vývojem. Proto se nabízejí dva možné scénáře dalšího vývoje.

Ekonomika USA se může i v následujících letech vyznačovat vysokou zaměstnaností a flexibilitou trhu práce, stabilním růstem reálných mezd a nízkým růstem produktivity práce. Dynamika ekonomického růstu i inflační tlaky zůstanou omezené. Na druhou stranu je možné, že aktuální vývoj odráží zejména vliv globální finanční krize a cyklické faktory se naplno projeví v následujících měsících. Napjatá situace na trhu práce pak povede ke zrychlení růstu mezd, což se projeví na cenové hladině a vyžádá si reakci centrální banky ve formě zpřísnění měnové politiky.

Zdroje

Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, 2014. "Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes," *American Economic Review*, American Economic Association, č. 104(5), str. 50-55, květen
http://www.hamiltonproject.org/papers/thirteen_facts_about_wage_growth

⁷ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html>

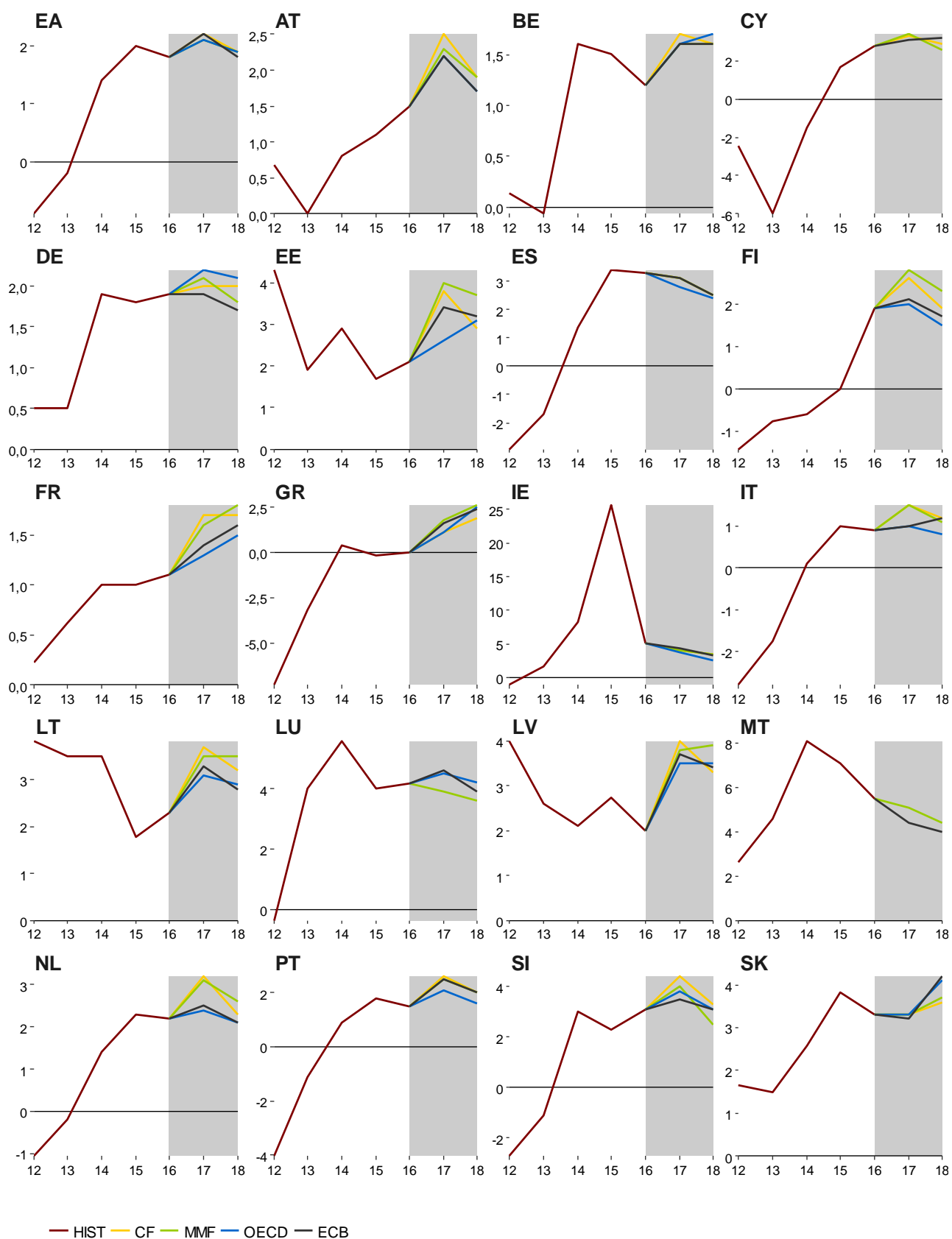
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2017/11	+0,2	2017/10	+0,3	2017/9	+0,3	2017/9
		2017/10		2017/7		2017/6		2017/6
DE	0	2017/11	+0,3	2017/10	+0,2	2017/9	+0,1	2017/6
		2017/10		2017/7		2017/6		2016/12
US	0	2017/11	+0,1	2017/10	0	2017/9	+0,2	2017/9
		2017/10		2017/7		2017/6		2017/6
UK	-0,1	2017/11	0	2017/10	0	2017/9	-0,1	2017/11
		2017/10		2017/7		2017/6		2017/8
JP	0	2017/11	+0,2	2017/10	+0,2	2017/9	+0,1	2017/11
		2017/10		2017/7		2017/6		2017/7
CN	0	2017/11	+0,1	2017/10	+0,2	2017/9	0	2017/10
		2017/10		2017/7		2017/6		2017/9
IN	0	2017/11	-0,5	2017/10	-0,6	2017/9	-0,4	2017/10
		2017/10		2017/7		2017/6		2017/8
RU	0	2017/10	+0,4	2017/10	+0,6	2017/9	+0,3	2017/10
		2017/9		2017/7		2017/6		2017/9
BR	+0,1	2017/10	+0,4	2017/10	-0,1	2017/9	+0,5	2017/9
		2017/9		2017/7		2017/6		2017/8

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017

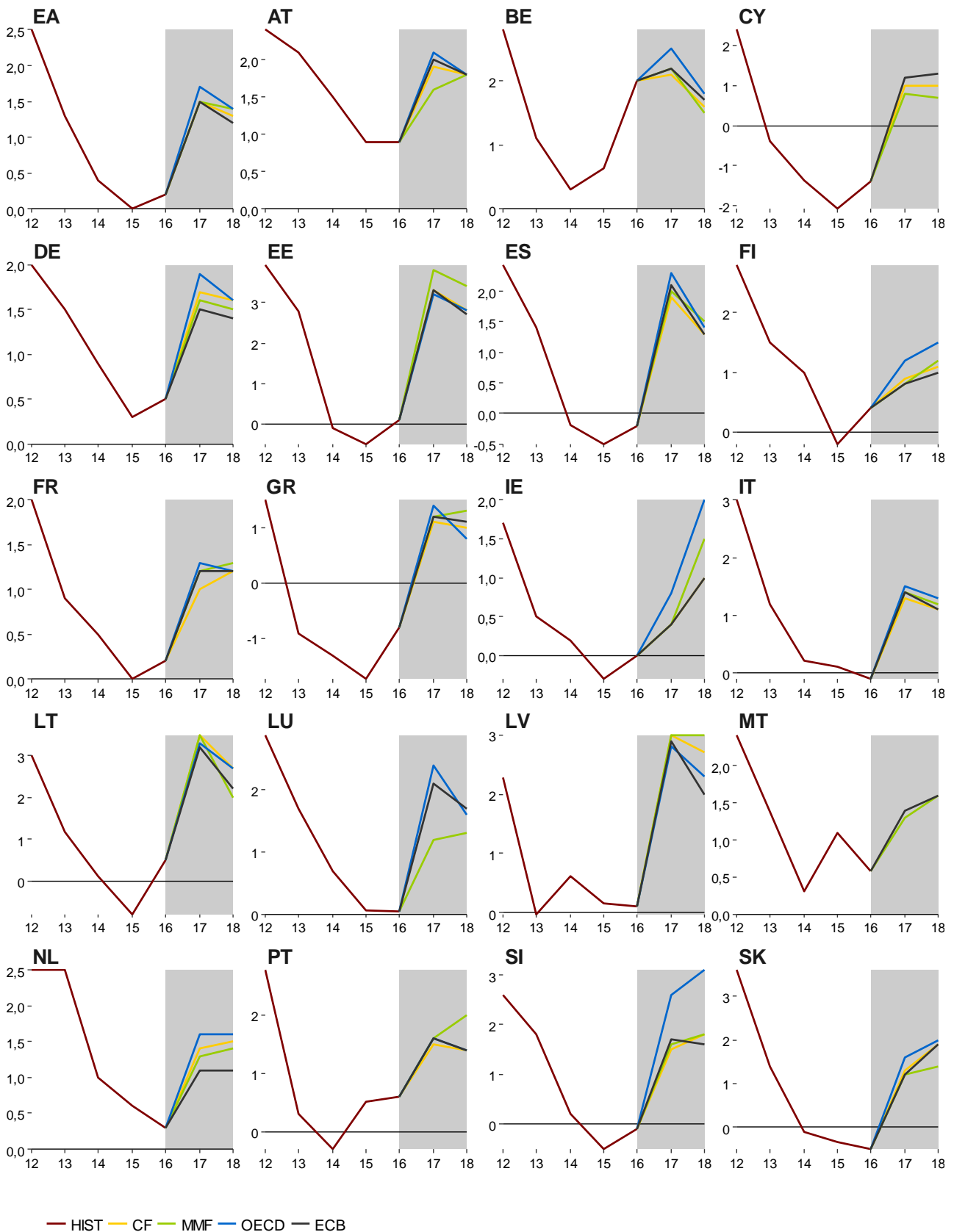
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2017/11	-0,2	2017/10	+0,5	2017/6	0	2017/9
		2017/10		2017/4		2016/11		2017/6
DE	0	2017/11	-0,4	2017/10	+0,5	2017/6	+0,1	2017/6
		2017/10		2017/4		2016/11		2016/12
US	+0,1	2017/11	-0,6	2017/10	+0,6	2017/6	0	2017/9
		2017/10		2017/4		2016/11		2017/6
UK	0	2017/11	+0,1	2017/10	+0,4	2017/6	+0,2	2017/11
		2017/10		2017/4		2016/11		2017/8
JP	0	2017/11	-0,6	2017/10	+0,3	2017/6	-0,3	2017/11
		2017/10		2017/4		2016/11		2017/7
CN	0	2017/11	-0,6	2017/10	-0,7	2017/6	0	2017/10
		2017/10		2017/4		2016/11		2017/9
IN	-0,1	2017/11	-1,0	2017/10	-0,4	2017/6	0	2017/10
		2017/10		2017/4		2016/11		2017/8
RU	-0,2	2017/10	-0,3	2017/10	-1,7	2017/6	-0,3	2017/10
		2017/9		2017/4		2016/11		2017/9
BR	-0,1	2017/10	-0,7	2017/10	-1,8	2017/6	-0,2	2017/9
		2017/9		2017/4		2016/11		2017/8

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

AT	Rakousko	HDP	hrubý domácí produkt
b	barel	ICE	Intercontinental Exchange
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	IE	Irsko
BE	Belgie	IEA	International Energy Agency
BoE	Bank of England	IN	Indie
BoJ	Bank of Japan	INR	indická rupie
BR	Brazílie	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
BRIC	skupina zemí BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína)	ISM	Institute for Supply Management
BRL	brazilský real	IT	Itálie
CB	centrální banka	JP	Japonsko
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index	JPY	japonský jen
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
CBR	centrální banka Ruska	LME	London Metal Exchange
CF	Consensus Forecasts	LT	Litva
CN	Čína	LU	Lucembursko
CNY	čínský renminbi	LV	Lotyšsko
CY	Kypr	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČNB	Česká národní banka	MT	Malta
DBB	Deutsche Bundesbank	NL	Nizozemsko
DE	Německo	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EA	eurozóna	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
ECB	Evropská centrální banka	p. b.	procentní bod
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator	PT	Portugalsko
EE	Estonsko	QE	kvantitativní uvolňování
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	RU	Rusko
EIU	Economist Intelligence Unit	RUB	ruský rubl
ES	Španělsko	SI	Slovinsko
EU	Evropská unie	SK	Slovensko
EUR	euro	TLTRO	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	UK	Spojené království
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
FI	Finsko	US	Spojené státy americké
FOMC	Federální komise pro volný trh	USD	americký dolar
FR	Francie	USDA	Ministerstvo zemědělství (USA)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	WEO	World Economic Outlook
GBP	britská libra	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
GR	Řecko	ZEW-ES	ZEW Economic Sentiment

